

屹立东方，展翅翱翔

——东方航空首次覆盖报告



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年04月26日)	5.51元
目标价格	5.68元
52周最高价/最低价	5.92/3.99元
总股本/流通A股(万股)	1,637,951/1,498,526
A股市值(百万元)	90,251
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年04月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.74	-2.3	21.85	34.98
相对表现	-4.21	-4.48	23.34	13.49
沪深300	-0.53	2.18	-1.49	21.49



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖伟

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520090003

核心观点

- 公司作为国有控股的三大航空公司之一,总部位于上海。公司经营历史悠久,前身可追溯到1957年1月原民航上海管理处成立的第一支飞行中队。目前公司在纽约、香港、上海证券交易所挂牌上市,是中国民航首家三地上市的航空公司。2020年公司归母净利润亏损118.35亿元,主要是受疫情影响,航空出行需求弱化。
- 国内航空出行快速复苏,3月份国内航线完成旅客运输量4768.3万人次,已超过2019年同期水平。今年一季度民航运输生产呈现“前低后高”的恢复态势,1月至3月民航运输总周转量分别恢复到2019年同期的59.8%、52.1%和83.7%。“五一”假期将至,从机票预订情况来看,处于“量价齐升”,有望超过2019年同期水平。
- 新的夏秋航季延续了上一个航季的趋势,总的国内航班数量继续增长。新的航季国内航线每周航班总量为111893班,同比20年增长10.2%,较19年增长21%。从机场角度,受益于大兴机场放量,我们以北上广深机场时刻分析,21年夏秋航季时刻同比增长10.2%,相较于19年增长23.9%。一线机场优质国内时刻放量,有助于航司加速业绩恢复。
- 作为国有控股三大航空公司之一,公司总部和运营主基地位于国际特大型城市上海。公司在上海虹桥机场和浦东机场拥有最大市场份额,主基地区位优势明显。坐拥优质时刻资源,以21年夏秋航季公司一线/二线对飞时刻占比达47.56%。以前十大机场时刻占比拆分,在浦东与虹桥时刻占比分别为7%/6.56%,前十大合计为39.13%。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司2021-2023年每股收益为0.03/0.34/0.6元,考虑到航空业2021年仍旧处于疫情恢复期难以进行可比估值,参考可比公司2022年调整后平均估值水平为16.7倍,对应目标价为5.68元。首次覆盖,给予增持评级。

风险提示

油价上涨侵蚀利润,汇率波动造成汇兑损益,航空出行需求低于预期

公司主要财务信息	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	120,860	58,639	97,221	117,885	137,515
同比增长(%)	5.2%	-51.5%	65.8%	21.3%	16.7%
营业利润(百万元)	3,464	(16,801)	676	7,820	13,634
同比增长(%)	17.1%	-585.0%	104.0%	1056.2%	74.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,195	(11,835)	486	5,615	9,790
同比增长(%)	17.9%	-470.4%	104.1%	1056.2%	74.3%
每股收益(元)	0.20	(0.72)	0.03	0.34	0.60
毛利率(%)	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%
净利率(%)	2.6%	-20.2%	0.5%	4.8%	7.1%
净资产收益率(%)	5.2%	-19.6%	0.9%	9.9%	15.3%
市盈率	28.7	(7.7)	188.5	16.3	9.4
市净率	1.4	1.7	1.7	1.5	1.3

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、屹立于东方，展翅翱翔在天空	5
1.1 国有骨干航空，总部位于上海	5
1.2 优势的航线枢纽，完善的网络布局	5
二、疫情冲击下，2020 年出现亏损	7
2.1 收入端，疫情影响导致客运收入下滑	7
2.2 成本端，燃油科目扰动营业成本	11
2.3 汇兑损益影响财务费用，疫情导致利润亏损	13
三、航空业复苏趋势明朗，获取优质时刻助力成长	14
3.1 需求端，疫情逐步褪去国内航空需求逐步回暖	14
3.2 供给端，预计行业机队引进总量增速放缓	16
3.3 新的航季，优质国内航线时刻放量助力	17
盈利预测与投资建议	18
盈利预测	18
投资建议	18
风险提示	19

图表目录

图 1: 2020 年东方航空股权结构	5
图 2: 上海区位优势明显	6
图 3: 2020 年公司航空运输业务收入拆分	7
图 4: 近五年公司客运业务收入变动 (亿元)	7
图 5: 近五年公司国内客运业务收入变动 (亿元)	7
图 6: 2019 年客运业务收入拆分占比	8
图 7: 2020 年客运业务收入拆分占比	8
图 8: 2015-2020 公司 ASK 投放 (百万公里)	8
图 9: 2015-2020 国内航线 ASK 投放 (百万公里)	9
图 10: 2015-2020 国际航线 ASK 投放 (百万公里)	9
图 11: 2015-2020 公司总体客座率表现 (%)	9
图 12: 2015-2020 公司国内航线客座率 (%)	10
图 13: 2015-2020 公司国际航线客座率 (%)	10
图 14: 2015-2020 年客公里收益 (元/公里) 变动	10
图 15: 2015-2020 年国内航线客公里收益 (元/公里)	11
图 16: 2015-2020 年国际航线客公里收益 (元/公里)	11
图 17: 2015-2020 年营业成本变动 (亿元)	11
图 18: 2019 年公司营业成本科目拆分	12
图 19: 2020 年公司营业成本科目拆分	12
图 20: 2015-2020 年起降/折旧/职工薪酬占营业成本比重	12
图 21: 2015-2020 年公司燃油成本变动 (亿元)	13
图 22: 2015-2020 年航空煤油年度均价 (元/吨)	13
图 23: 2015-2020 年财务费用变动 (亿元)	13
图 24: 2015-2020 年公司汇兑损益科目变动 (亿元)	13
图 25: 2015-2020 年东方航空归母净利润 (亿元)	14
图 26: 2019-2021 年民航月度客运量 (亿人)	14
图 27: 2019-2021 年国内航线月度客运量 (万人)	15
图 28: 2019-2021 年国际航线月度客运量 (万人)	15
图 29: 2019 年与 2021 年一季度月度民航客运量 (万人)	15
图 30: 各国人均乘机次数对比 (次)	16
图 31: 2015-2020 年行业飞机在册数量 (架)	16
图 32: 2015-2020 年东方航空飞机数量 (架)	16
图 33: 19-21 年国内航班每周时刻总量 (班次)	17

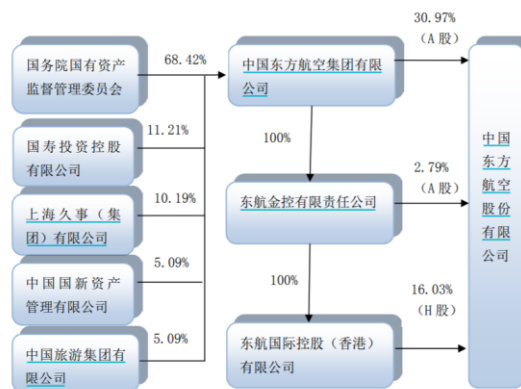
图 34：21 年夏秋机场时刻占比.....	17
图 35：21 年夏季机场时刻增量占比.....	17
表 1：2021 年夏秋航季东方航空前十大机场时刻占比.....	6
表 2：东方航空收入拆分	18
表 3：航空股可比公司估值表（截止 2021/4/26 号）.....	19

一、屹立于东方，展翅翱翔在天空

1.1 国有骨干航空，总部位于上海

公司作为国有控股的三大航空公司之一，总部位于上海。公司经营历史悠久，前身可追溯到 1957 年 1 月原民航上海管理处成立的第一支飞行中队。目前公司在纽约、香港、上海证券交易所挂牌上市，是中国民航首家三地上市的航空公司。公司第一大股东为中国东方航空集团有限公司，持股比例为 30.97%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1：2020 年东方航空股权结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司致力于建设一个“员工热爱、顾客首选、股东满意、社会信任”的世界一流现代航空综合服务集成商。“世界品位，东方魅力”，公司正以“精准、精致、精细”的服务为全球旅客不断创造精彩的旅行体验。

1.2 优势的航线枢纽，完善的网络布局

1) **区位优势明显**。作为国有控股三大航空公司之一，公司总部和运营主基地位于国际特大型城市上海。作为中国重要的经济中心和国际航运中心，上海一直与亚太和欧美地区有着十分紧密的经贸联系，从上海飞往亚洲各主要城市时间约 2 至 5 小时，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约 10 至 12 小时；2 小时飞行圈资源丰富，涵盖中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源、90% 的人口、93% 的 GDP 产出地和东亚大部分地区。

图 2：上海区位优势明显


数据来源：上海机场财报，东方证券研究所

公司在上海虹桥机场和浦东机场拥有最大市场份额，主基地区位优势明显；公司旗下东航江苏和浙江分公司分别在江苏、浙江两省具有基地运营优势和较强的品牌影响力。公司的发展，将受惠于国家实施“京津冀一体化”战略、“长三角一体化”战略、上海推进国际“经济、金融、航运、贸易、科创”五个中心建设和虹桥国际开放枢纽建设总体方案等。

2) 坐拥优质时刻资源，以 21 年夏秋航季公司一线/二线对飞时刻占比达 47.56%。以前十大机场时刻占比拆分，在浦东与虹桥时刻占比分别为 7%/6.56%，前十大合计为 39.13%。

表 1：2021 年夏秋航季东方航空前十大机场时刻占比

上海浦东	968	7.00%
上海虹桥	908	6.56%
西安	863	6.24%
北京大兴	653	4.72%
成都双流	494	3.57%
广州白云	386	2.79%
武汉	316	2.28%
青岛	283	2.05%
太原	280	2.02%
杭州萧山	262	1.89%
前十合计	5413	39.13%

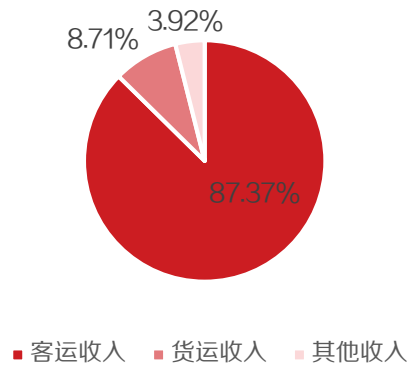
数据来源：民航预先管理系统，东方证券研究所

二、疫情冲击下，2020 年出现亏损

2.1 收入端，疫情影响导致客运收入下滑

公司主要业务范围为国内和经批准的国际、地区航空客、货、邮、行李运输业务及延伸服务。2020 年受新冠疫情影响，公司收入水平大幅下降。公司航空运输业务实现收入 562.29 亿元，同比下降 51.78%。其中整体客运收入 491.27 亿元，同比下降 55.46%，占航空运输业务比重为 87.37%；货运板块收入为 48.95 亿元，同比增长 27.94%，占航空运输业务收入比重为 8.71%。

图 3：2020 年公司航空运输业务收入拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

对航空客运业务来说，2020 年疫情导致公司旅客周转量大幅度下降。全年旅客运输周转量为 107273 百万客公里，同比下降 51.63%。分区域，其中国内航线客运收入为 402.99 亿元，同比下降 44.58%；国际航线客运收入 84.23 亿元，同比下降 75.14%；地区航线收入 4.05 亿元，同比下降 89.01%。

图 4：近五年公司客运业务收入变动（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

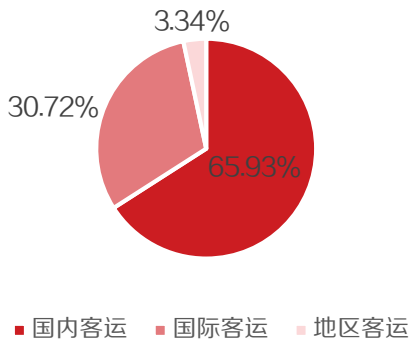
图 5：近五年公司国内客运业务收入变动（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

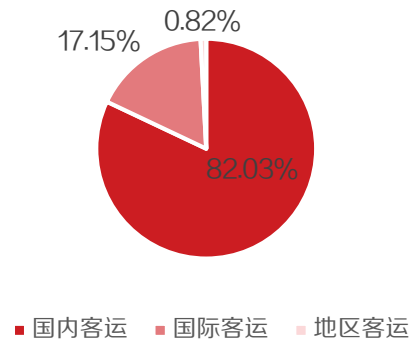
2020 年由于疫情影响，国际航线严格执行五个一政策，在此背景下公司客运收入中国内航线占比提升至 82%，国际航线占比下降至 17.15%。2019 年，以不同区域航线客运收入分类，国内客运收入占比为 65.93%，国际客运占比为 30.72%，地区客运为 3.34%。

图 6：2019 年客运业务收入拆分占比



数据来源：wind，东方证券研究所

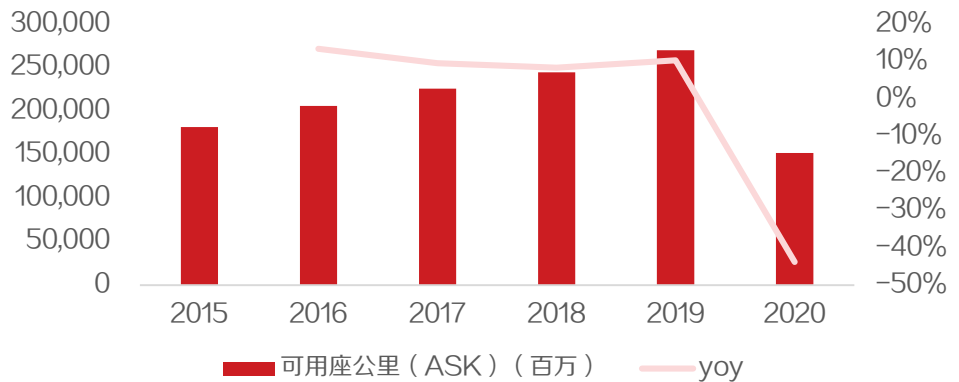
图 7：2020 年客运业务收入拆分占比



数据来源：wind，东方证券研究所

2020 年受到全球新冠疫情影响，拖累航空业出行需求，尤其是国际航线，运力投放大幅度下降。公司 2020 年可用座公里合计为 152066.39 百万公里，同比下降 43.73%。

图 8：2015-2020 公司 ASK 投放（百万公里）



数据来源：wind，东方证券研究所

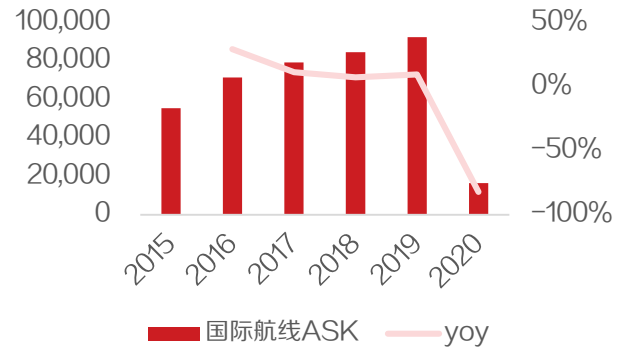
以国内航线看，ASK 受损程度低于国际航线。2020 年公司国内 ASK 为 134701.52 百万公里，同比下降 21.54%；国际航线 ASK 为 16463.08 百万公里，同比下降 82.14%。若剔除疫情影响，17-19 年三年国内与国际航线 ASK 投放复合增长维持在 9%。

图 9: 2015-2020 国内航线 ASK 投放 (百万公里)



数据来源: wind, 东方证券研究所

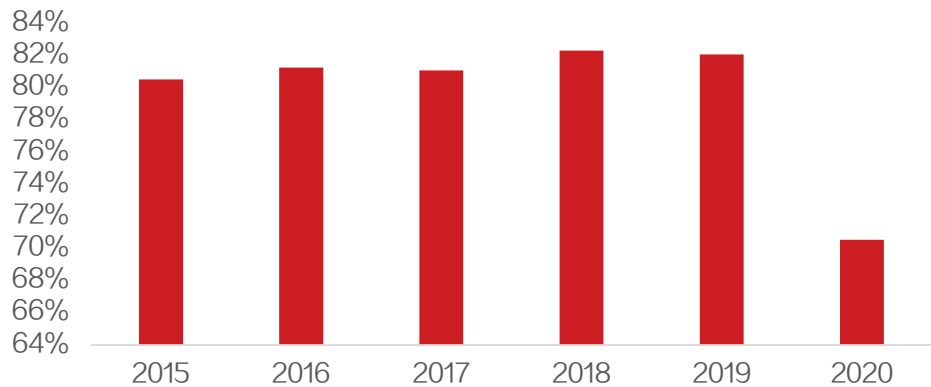
图 10: 2015-2020 国际航线 ASK 投放 (百万公里)



数据来源: wind, 东方证券研究所

受到行业需求下滑影响, 2020 年公司客座率出现大幅度下降。公司客座率水平为 70.54%, 同比下降了 11.52 个百分点。正常年份 17-19 年, 公司客座率水平稳定在 81-82%。

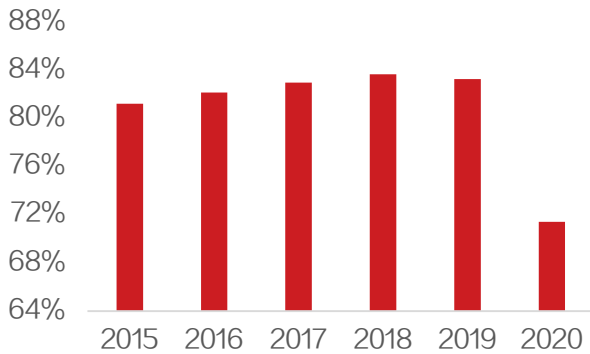
图 11: 2015-2020 公司总体客座率表现 (%)



数据来源: wind, 东方证券研究所

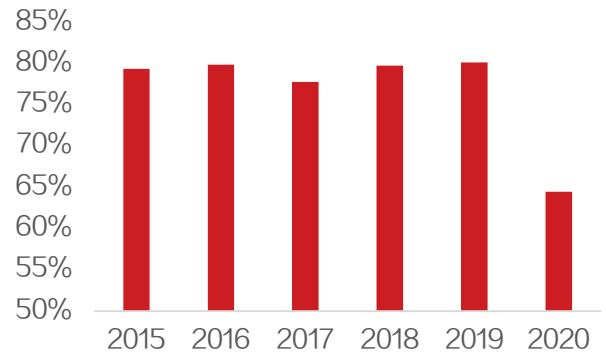
其中 2020 年国内航线客座率为 71.42%, 同比下滑了 11.83 个百分点; 国际航线客座率为 64.44%, 同比下滑了 15.65 个百分点。以疫情之前 2017-2019 年客座率表现分析, 公司国内航线稳定在客座率 83%, 国际航线稳定在 77-80% 区间。

图 12: 2015-2020 公司国内航线客座率 (%)



数据来源: wind, 东方证券研究所

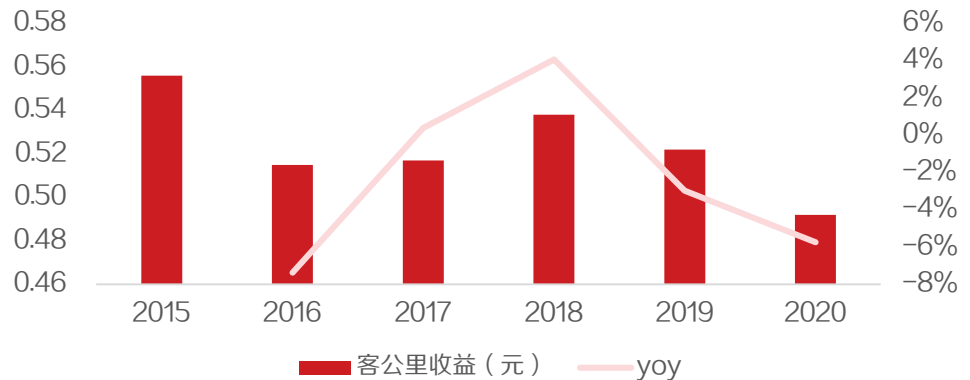
图 13: 2015-2020 公司国际航线客座率 (%)



数据来源: wind, 东方证券研究所

客收水平受疫情影响, 2020 年小幅度下跌 5.75% 至 0.492 元/公里。2019 年公司客收水平为 0.522 元/公里, 同比下滑 2.97%。

图 14: 2015-2020 年客公里收益 (元/公里) 变动



数据来源: wind, 东方证券研究所

国内航线全年客收水平为 0.455 元/公里, 同比下降 15.58%; 由于国际航线大幅收缩运力规模, 导致国际航线客收水平为 0.811 元/公里, 同比增长 71.46%。

图 15: 2015-2020 年国内航线客公里收益 (元/公里)



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 16: 2015-2020 年国际航线客公里收益 (元/公里)

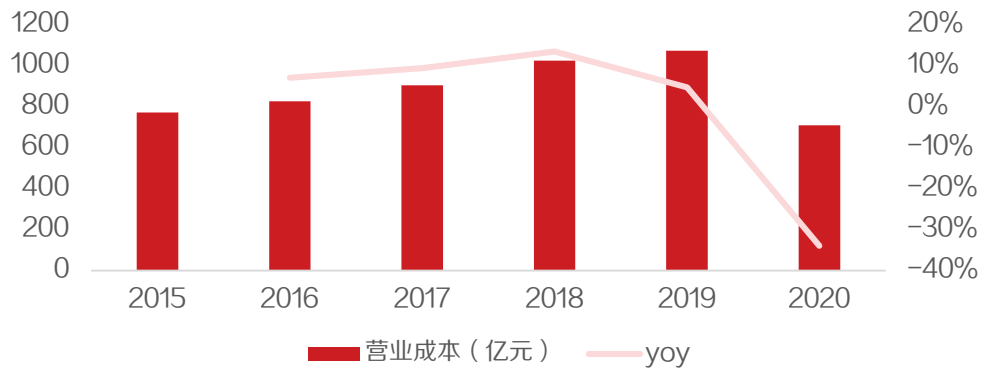


数据来源: wind, 东方证券研究所

2.2 成本端，燃油科目扰动营业成本

营业成本端，公司成本产生于航空客运与货运业务，2020 年由于客运业务的收缩，公司营业成本为 708.03 亿元，同比下降 33.95%。

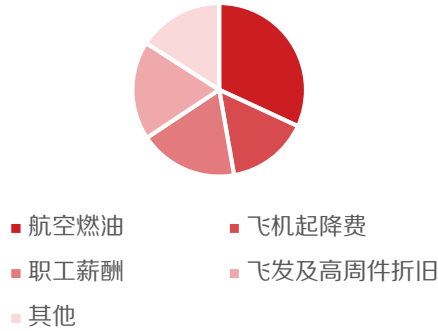
图 17: 2015-2020 年营业成本变动 (亿元)



数据来源: wind, 东方证券研究所

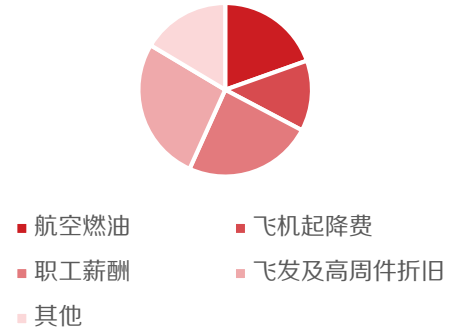
从公司成本构成看，2020 年前四大占比科目分别为折旧 (26.83%)、职工薪酬 (24.01%)、航空燃油 (19.55%)、机场起降费 (13.18%)；这四项占比较高的成本项目中，机场起降费、飞机及发动机折旧费、职工薪酬主要与公司的经营规模相关性较大。

图 18：2019 年公司营业成本科目拆分



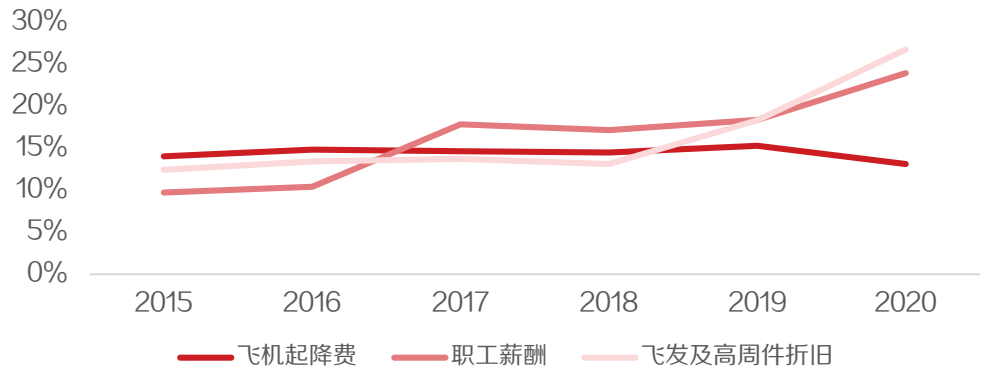
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 19：2020 年公司营业成本科目拆分



数据来源：公司财报，东方证券研究所

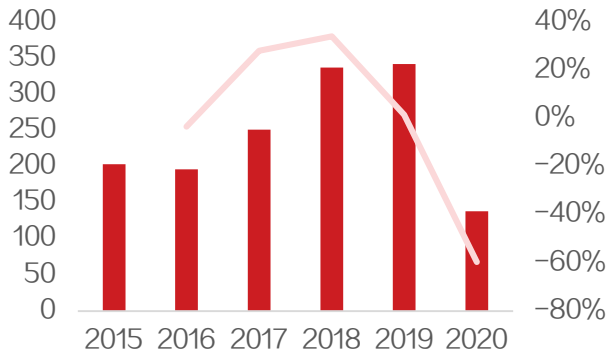
图 20：2015-2020 年起降/折旧/职工薪酬占营业成本比重



数据来源：公司财报，东方证券研究所

受国际油价的波动，航空燃油成本波动较大，从而影响公司营业成本变动。2020 年由于燃油价格大幅下跌，全年煤油价格均值为 3097 元/吨，同比下降 37%。叠加公司航班运力缩减，燃油成本仅为 138.4 亿元，同比下降 59.52%。

图 21: 2015-2020 年公司燃油成本变动 (亿元)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 22: 2015-2020 年航空煤油年度均价 (元/吨)

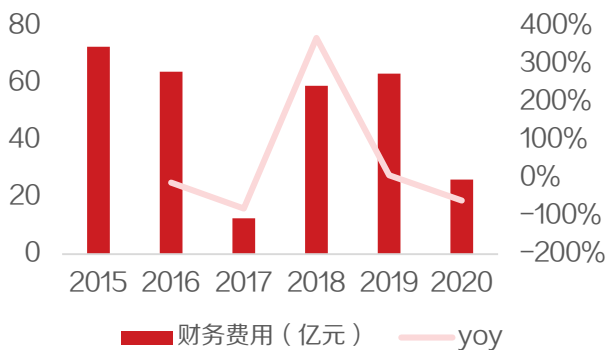


数据来源: 民航局, 东方证券研究所

2.3 汇兑损益影响财务费用, 疫情导致利润亏损

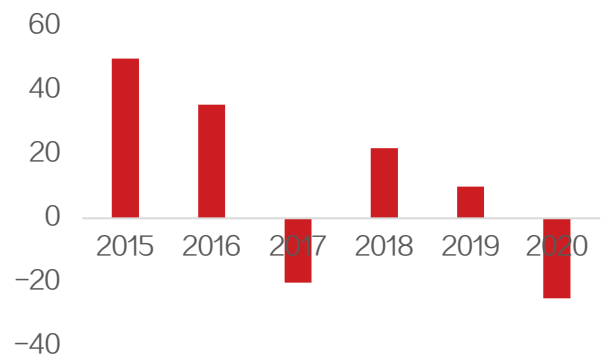
费用端, 公司财务波动较大, 主要是受到汇兑损益影响。公司美元负债在人民币汇率波动下, 产生汇兑损益, 若处于人民币兑美元贬值趋势下, 增加公司汇兑损失。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司外币带息债务总额折合人民币为 473.64 亿元, 其中, 美元带息负债占全部外币带息负债的比例为 77.36%。2020 年公司财务费用 26.17 亿元, 同比下降 58.67%, 主要是 2020 年实现汇兑收益 24.94 亿元, 去年同期为汇兑损失 9.9 亿元。

图 23: 2015-2020 年财务费用变动 (亿元)



数据来源: wind, 东方证券研究所

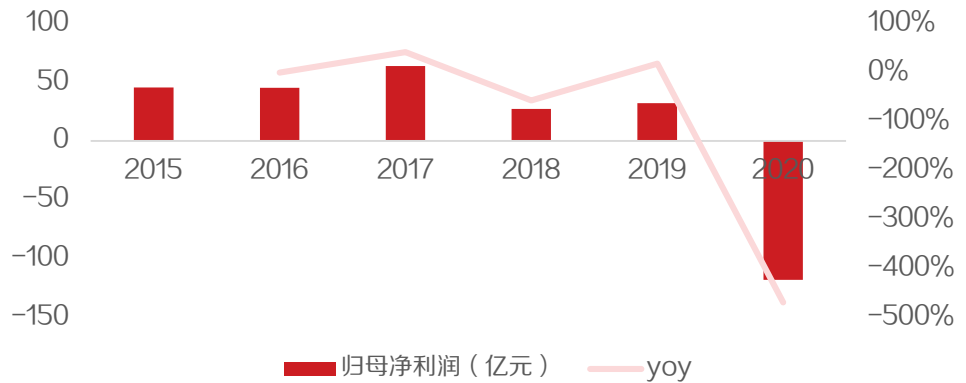
图 24: 2015-2020 年公司汇兑损益科目变动 (亿元)



数据来源: wind, 东方证券研究所

2020 年公司归母净利润亏损 118.35 亿元, 主要是受疫情影响, 航空出行需求弱化。2019 年公司归母净利润为 31.95 亿元, 同比增长 17.94%。

图 25：2015-2020 年东方航空归母净利润（亿元）



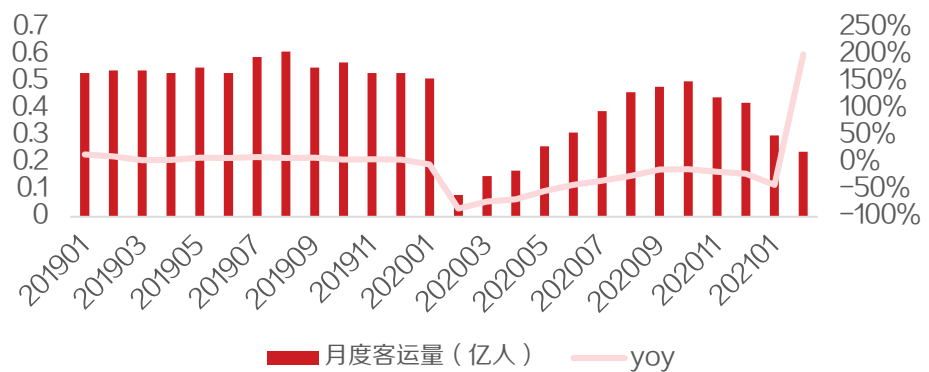
数据来源：公司财报，东方证券研究所

三、航空业复苏趋势明朗，获取优质时刻助力成长

3.1 需求端，疫情逐步褪去国内航空需求逐步回暖

受疫情影响，中国民航 2020 年面临前所未有的严峻局面。根据民航局发布的数据，2020 年中国民航运输总周转量 798.5 亿吨公里、旅客运输量 4.2 亿人次、货邮运输量 676.6 万吨，相当于 2019 年的 61.7%、63.3%、89.8%。由于国内疫情防控措施得力有效，中国民航在全球率先触底反弹，自 2020 年第二季度以来行业生产运输规模稳健回升，各项指标恢复程度全球领先。

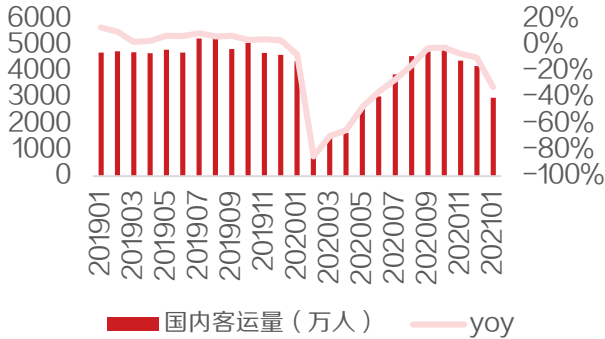
图 26：2019-2021 年民航月度客运量（亿人）



数据来源：民航局，东方证券研究所

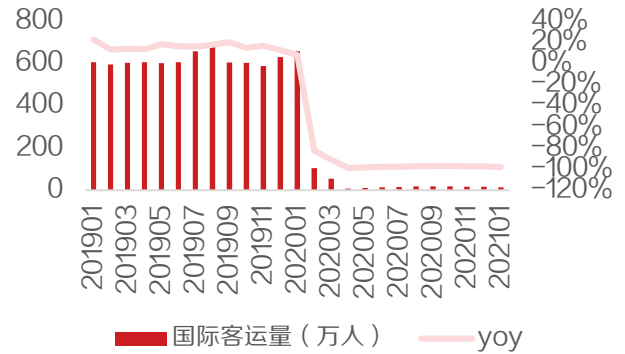
复苏进度上，国内航线客运量复苏快于国际航线。由于国际疫情反复，目前国际航线执行五个一政策，即“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”的砍国际航班政策。受到政策影响，国际航线客运量一直难以快速回升，相反国内航线客运量出行需求已经进入恢复期。

图 27: 2019-2021 年国内航线月度客运量 (万人)



数据来源: 民航局, 东方证券研究所

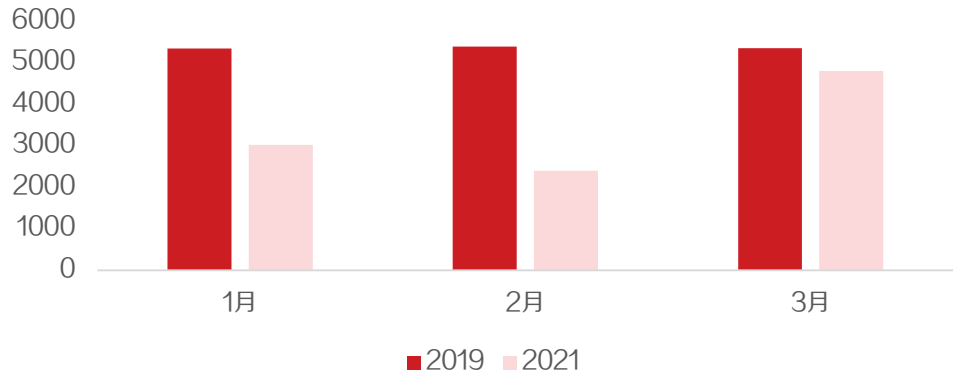
图 28: 2019-2021 年国际航线月度客运量 (万人)



数据来源: 民航局, 东方证券研究所

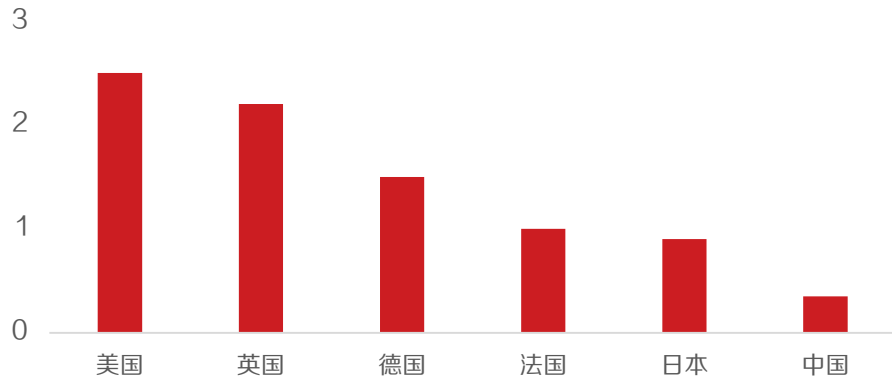
参考航班管家统计的数据, 从航班量角度, 3 月份航班量已恢复到 2019 年同期的 91.2%, 预计 2021 年 1 季度民航客运航班量 928233 架次, 比 2020 年同期增长 28.22%, 比 2019 年同期下降 28.27%。

图 29: 2019 年与 2021 年一季度月度民航客运量 (万人)



数据来源: 航班管家, 东方证券研究所

疫情对民航业的发展影响深远, 中短期内体现在客货运量、经济效益大幅下滑, 中长期将会对市场结构、客源结构、旅客消费行为、服务模式、行业竞争格局等带来深刻的变化。从人均乘机次数对比, 2018 年中美日人均乘机次数分别为 0.44 次、2.73 次、1 次, 参考日本考虑我国三大都市圈距离较长, 并从城镇化率的视角预计城镇人口人均乘机上限 1.5 次, 全人口的人均乘机上限在 1.1 左右。

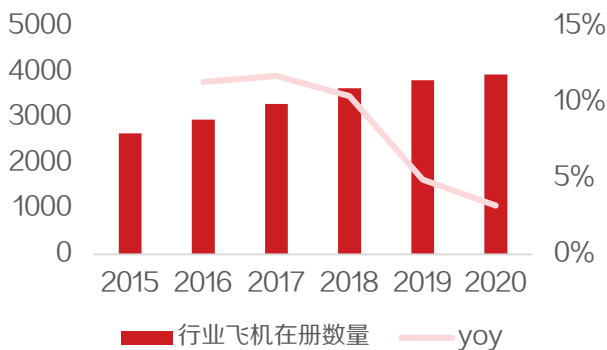
图 30：各国人均乘机次数对比（次）


数据来源：民航局，东方证券研究所

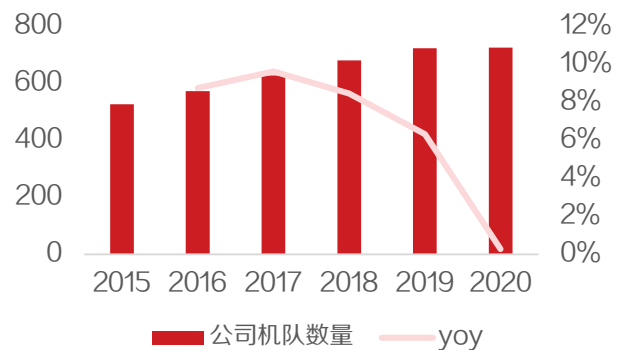
3.2 供给端，预计行业机队引进总量增速放缓

供给端，飞机数量决定行业总供给，过去民航局时刻总量收紧政策下，在时刻一定的情况下，航司可以通过 提高时刻执行率、调整座舱布局、调节航线结构 等方法提高产能，供给就像海绵里的水，挤一挤总是会有。不控制机队，只控制核心机场的时刻并不能产生对行业正向的效果。对三大国有航空来说，供给的收缩需要外部力量。

1) 参考民航局十四五规划，预计行业机队增速将放缓。15 年底至 19 年底，我国客机数量复合增速约为 9.6%，预计十四五的机队增速将会降低，其中 19-22 年机队复合增速在 4% 以下，约为 3.8%，后三年引进速度可能抬升。

图 31：2015-2020 年行业飞机在册数量（架）


数据来源：民航局，东方证券研究所

图 32：2015-2020 年东方航空飞机数量（架）


数据来源：公司财报，东方证券研究所

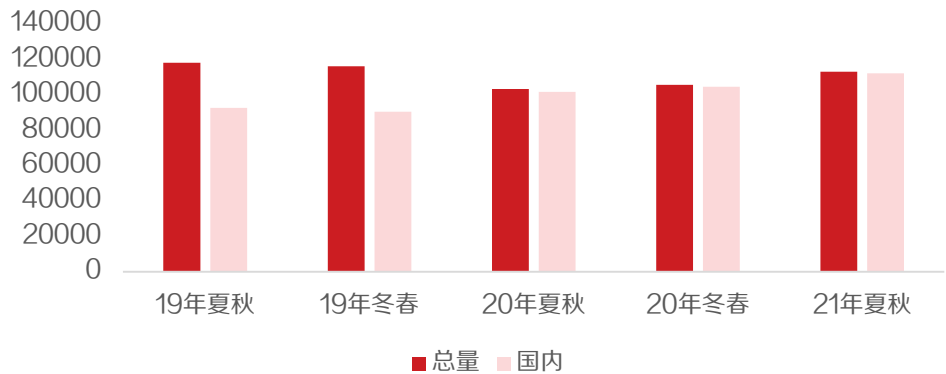
2) 疫情影响航司的财务状况和扩张计划，三大航 2020 年出现巨大亏损，疫情发生后，全球航空业遭遇破产潮，波音、空客均面临因客户倒闭而无法交付飞机的问题，因此空客主动削减 1/3 产

能。两家飞机供应商削减产能的方式均包括了遣散员工这一项，国外体制下，恢复产能时间周期至少在 1~2 年以上，因此可以判断，未来 2 年左右全球飞机供给均将处于偏紧的状态。

3.3 新的航季，优质国内航线时刻放量助力

新的夏秋航季延续了上一个航季的趋势，总的国内航班数量继续增长。新的航季国内航线每周航班总量为 111893 班，同比 20 年增长 10.2%，较 19 年增长 21%。但由于目前国际航线航班时刻仍处于管制状态，新的航季从国内国际总时刻看仍处于下降 2.8%。

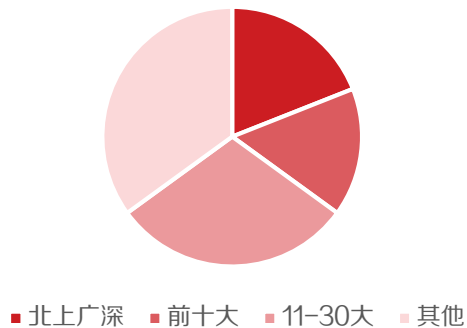
图 33: 19-21 年国内航班每周时刻总量（班次）



数据来源：民航局，东方证券研究所

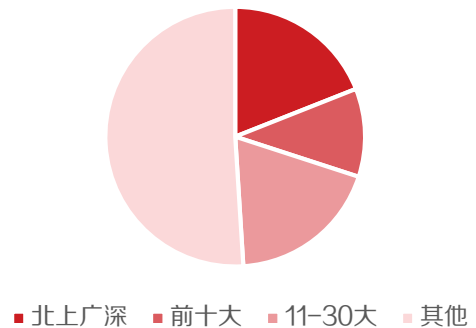
从机场角度，受益于大兴机场放量，我们以北上广深机场时刻分析，21 年夏秋航季时刻同比增长 10.2%，相较于 19 年增长 23.9%。一线机场优质国内时刻放量，有助于航司加速业绩恢复。

图 34: 21 年夏秋机场时刻占比



数据来源：民航局，东方证券研究所

图 35: 21 年夏季机场时刻增量占比



数据来源：民航局，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 972/1179/1375 亿元，同比增长 66%/21%/17%，毛利率分别为 8%/15%/18%。其中航空运输业务收入分别为 943/1147/1340 亿元，同比增长 68%/22%/17%。

我们预计公司 ASK 投放 2021-2023 年同比变动为 54%/18%/18%，预计整体客收水平 2021-2023 年同比变动为 2%/2.5%/-2.5%，整体客座率 2021-2023 年为 74.6%/76.4%/78.2%。

成本端，我们预计航空煤油价格 21-23 年同比变动为 20%/8%/2%，公司航空运输业务 2021-2023 年毛利率为 7.6%/14%/17.8%。

费用环节，对于财务费用的汇兑损益部分，我们对汇率假设为 21-23 年人民币兑美元汇率为 6.44/6.49/6.56,对应 21-23 年变动幅度为-1%/1%/1%。

表 2：东方航空收入拆分

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
航空运输业务					
销售收入（百万元）	116,609.3	56,229.0	94,329.3	114,703.8	134,016.1
增长率		-51.8%	67.8%	21.6%	16.8%
毛利率	10.8%	-22.9%	7.6%	14.0%	17.8%
其他业务					
销售收入（百万元）	4,258.0	2,410.0	2,892.0	3,181.2	3,499.3
增长率		-43.4%	20.0%	10.0%	10.0%
毛利率	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%
合计	120,867.2	58,639.0	97,221.3	117,885.0	137,515.4
增长率		-51.5%	65.8%	21.3%	16.7%
综合毛利率	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

投资建议

我们预计公司 21-23 年每股收益为 0.03/0.34/0.6 元，考虑到航空业 2021 年仍旧处于疫情恢复期难以进行可比估值，我们参考可比公司 2022 年调整后平均估值水平为 16.7 倍，对应目标价为 5.68 元。

表 3：航空股可比公司估值表（截止 2021/4/26 号）

公司	代码	最新 价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
华夏航空	002928.SZ	15.04	0.60	0.75	0.98	24.96	20.05	15.35
吉祥航空	603885.SH	14.87	-0.32	0.36	0.72	-46.47	41.31	20.65
春秋航空	601021.SH	63.02	-0.38	1.64	2.71	165.84	38.43	23.25
中国国航	601111.SH	8.80	-0.11	0.44	0.66	-80.00	20.00	13.33
南方航空	600029.SH	6.55	0.05	0.35	0.45	131.00	18.71	14.56
调整后平均估值：							26.2	16.7

数据来源：公司财报，东方证券研究所

风险提示

- 1) 油价上涨侵蚀利润。以 2022 年业绩为基础，如平均航油价格上升或下降 1%，公司航油成本将上升或下降约人民币 2.87 亿元，公司净利润将下降或上升约人民币 2.15 亿元，约为 3.7%。
- 2) 汇率波动，造成汇兑损益。公司 2020 年末外币带息债务总额折合人民币为 473.64 亿元，其中，美元带息负债占全部外币带息负债的比例为 77.36%。因此在美元汇率大幅波动情况下，由外币负债折算产生的汇兑损益金额较大，预计人民币贬值 1%，产生汇兑损失 3.6 亿元，影响 22 年净利润 2.7%。
- 3) 航空出行需求因为疫情恢复进度低。若疫情反复，将造成航空出行需求下降，影响公司客收水平与客座率。2020 年受疫情影响，旅客出行需求大幅下降，公司客运收入、其他收入均大幅减少。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,356	7,663	12,639	11,789	13,752	营业收入	120,860	58,639	97,221	117,885	137,515
应收票据、账款及款项融资	1,717	1,124	1,944	2,358	2,750	营业成本	107,200	70,803	89,272	100,839	112,540
预付账款	175	123	194	236	275	营业税金及附加	307	221	366	444	518
存货	2,407	2,054	2,232	2,521	2,813	营业费用	6,348	3,215	4,861	6,248	7,288
其他	14,088	11,534	12,934	13,760	14,546	管理费用及研发费用	3,944	3,642	3,997	4,197	4,379
流动资产合计	19,743	22,498	29,943	30,663	34,136	财务费用	6,332	2,617	4,807	6,043	6,203
长期股权投资	2,604	2,387	2,387	2,387	2,387	资产、信用减值损失	20	216	6	46	46
固定资产	95,573	97,681	108,932	120,266	131,721	公允价值变动收益	25	(26)	0	0	0
在建工程	20,130	20,685	20,730	20,775	20,819	投资净收益	368	(77)	0	0	0
无形资产	1,771	1,816	1,686	1,557	1,427	其他	6,362	5,377	6,766	7,751	7,093
其他	143,115	137,341	135,776	135,206	134,636	营业利润	3,464	(16,801)	676	7,820	13,634
非流动资产合计	263,193	259,910	269,511	280,190	290,990	营业外收入	876	365	0	0	0
资产总计	282,936	282,408	299,454	310,853	325,126	营业外支出	38	45	0	0	0
短期借款	2,200	21,966	36,107	39,444	41,201	利润总额	4,302	(16,481)	676	7,820	13,634
应付票据及应付账款	12,879	12,891	16,254	18,360	20,490	所得税	819	(3,927)	161	1,863	3,249
其他	63,284	64,951	64,931	64,931	64,931	净利润	3,483	(12,554)	515	5,957	10,385
流动负债合计	78,363	99,808	117,292	122,735	126,622	少数股东损益	288	(719)	30	341	595
长期借款	3,823	13,164	13,164	13,164	13,164	归属于母公司净利润	3,195	(11,835)	486	5,615	9,790
应付债券	22,781	17,581	17,581	17,581	17,581	每股收益(元)	0.20	-0.72	0.03	0.34	0.60
其他	107,572	94,943	94,809	94,809	94,809						
非流动负债合计	134,176	125,688	125,554	125,554	125,554						
负债合计	212,539	225,496	242,846	248,289	252,176						
少数股东权益	3,632	2,905	2,935	3,276	3,870						
实收资本(或股本)	16,379	16,379	16,379	16,379	16,379						
资本公积	34,298	34,298	34,298	34,298	34,298						
留存收益	18,352	5,698	5,365	10,980	20,770						
其他	(2,264)	(2,368)	(2,368)	(2,368)	(2,368)						
股东权益合计	70,397	56,912	56,608	62,565	72,950						
负债和股东权益总计	282,936	282,408	299,454	310,853	325,126						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,483	(12,554)	515	5,957	10,385
折旧摊销	(10,811)	11,482	(558)	(680)	(802)
财务费用	6,332	2,617	4,807	6,043	6,203
投资损失	(368)	77	0	0	0
营运资金变动	4,027	(728)	791	536	621
其它	26,309	317	867	46	46
经营活动现金流	28,972	1,211	6,424	11,901	16,454
资本支出	97,762	(13,597)	(10,045)	(10,045)	(10,045)
长期投资	(260)	704	0	0	0
其他	(102,401)	6,610	82	0	0
投资活动现金流	(4,899)	(6,283)	(9,963)	(10,045)	(10,045)
债权融资	(62,690)	5,862	0	0	0
股权融资	9,450	0	0	0	0
其他	29,865	5,564	8,515	(2,707)	(4,446)
筹资活动现金流	(23,375)	11,426	8,515	(2,707)	(4,446)
汇率变动影响	6	(53)	-0	-0	-0
现金净增加额	704	6,301	4,976	(850)	1,963

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.2%	-51.5%	65.8%	21.3%	16.7%
营业利润	17.1%	-585.0%	104.0%	1056.2%	74.3%
归属于母公司净利润	17.9%	-470.4%	104.1%	1056.2%	74.3%
获利能力					
毛利率	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%
净利率	2.6%	-20.2%	0.5%	4.8%	7.1%
ROE	5.2%	-19.6%	0.9%	9.9%	15.3%
ROIC	6.9%	-8.5%	3.0%	7.0%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	75.1%	79.8%	81.1%	79.9%	77.6%
净负债率	69.0%	119.9%	136.7%	130.4%	111.6%
流动比率	0.25	0.23	0.26	0.25	0.27
速动比率	0.22	0.20	0.24	0.23	0.25
营运能力					
应收账款周转率	72.9	40.2	63.4	54.8	53.8
存货周转率	38.9	29.6	41.7	42.4	42.2
总资产周转率	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益	0.20	-0.72	0.03	0.34	0.60
每股经营现金流	1.77	0.07	0.39	0.73	1.00
每股净资产	4.08	3.30	3.28	3.62	4.22
估值比率					
市盈率	28.7	-7.7	188.5	16.3	9.4
市净率	1.4	1.7	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	-157.2	-59.0	32.4	12.1	8.4
EV/EBIT	16.3	-11.2	29.1	11.5	8.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn